

【本期推荐】

IMI宏观经济月度分析报告（第15期）

【海外之声】

Ryan Bourne：大家做好准备，中美贸易战已经开始

Suzanne Bishopric：女性面临养老金贫困

**顾问委员会：**（按姓氏拼音排序）

Edmond Alphandery	Yaseen Anwar	陈雨露	陈云贤	Steve H. Hanke
李 扬	李若谷	马德伦	Robert A. Mundell	任志刚
潘功胜	苏 宁	王兆星	吴 清	夏 斌

**编辑委员会：**（按姓氏拼音排序）

贲圣林	曹 彤	陈卫东	鄂志寰	冯 博	郭庆旺
纪志宏	焦瑾璞	刘 珺	刘青松	陆 磊	涂永红
王 毅	王永利	魏本华	向松祚	曾颂华	张 杰
张晓朴	张之骧	赵锡军	周阿定	周道许	周广文
庄毓敏					



中国人民大学国际货币研究所（IMI）成立于2009年12月20日，是专注于货币金融理论、政策与战略研究的非营利性学术研究机构 and 新型专业智库。研究所秉承“大金融”学科框架和思维范式，以“融贯中西、传承学脉、咨政启民、实事求是”为宗旨，走国际化、专业化和特色化发展道路，在科学研究、国际交流、科研资政以及培养“能够在中西方两个文化平台自由漫步”的国际金融人才等方面卓有成效。

**主 编：**曹 彤

**副主编兼编辑部主任：**宋 科

**编辑部副主任：**李虹含

**编委：**安 然 朱霜霜 魏 唯

**责任编辑：**陈艺博

**栏目编辑：**杨章轶

**美术编辑：**张耘峒

**刊 名：**IMI 研究动态

**刊 期：**周 刊

**主办单位：**中国人民大学国际货币研究所

**出版单位：**《IMI 研究动态》编辑部

**地 址：**北京市海淀区中关村大街59号文化大厦605室

**邮 编：**100872

**网 址：**www.imi.org.cn

**电 话：**86-10-62516755

**传 真：**86-10-62516725

**邮 箱：**imi@ruc.edu.cn



## IMI 宏观经济月度分析报告（第 15 期）

### 一、国内外经济金融形势研判

#### （一）海外宏观<sup>1</sup>

2018 年第一季度，美国没有延续 2017 年下半年的 GDP 增速，经济整体复苏的进程放缓；欧元区和日本两大经济体则面临着经济发展不良的状况，日本 2018 年第一季度的 GDP 甚至产生了大幅的下降。

##### 1. 美国经济复苏步伐减缓 年内四次加息概率增加

美国经济复苏步伐减缓：2018 年第一季度美国 GDP 增长速率修正为 2.0%，相较于 2017 年第四季度 2.9% 的增长率有明显的下降。受消费动能不足及加息的负面影响，美国经济后劲不足，复苏步伐减缓。从生产端看，美国 1-4 月的制造业和服务业的 PMI 指数持续下降，5-6 月有所回升，暗示美国这一轮经济复苏步伐暂缓，但仍有回转空间；通胀符合预期，但仍有上升空间：6 月 CPI、核心 CPI 均符合预期（6 月 CPI 同比 2.9%，预测同比 2.9%；核心 CPI 6 月同比 2.3%，预测同比 2.3%），显示了物价上涨的压力。但是美联储对经济预期乐观，在六月利率决议中上调了通胀预期。失业率居于低位，非农人口变动超过预期：6 月失业率为 4.0%，较 4、5 月有所回升，但仍处于低位。6 月非农业就业人口变动达到 21.3 万，远高于市场预期的 19.5 万。6 月 FOMC 会议加息 25 个基点，点阵图显示年内加息次数增加到 4 次。

##### （2）欧元区经济增速显著下降，通胀有所回升

欧元区经济增速显著下降：一季度 GDP 增速环比折年率修正为 1.5%，较 2017 年第四季度的 2.8% 下降 1.3 个百分点，整体经济增速显著回落。从支出法看，受贸易战、强欧元影响一季度欧元区经济下行主要受贸易拖累，消费、投资均好于前值，显示内生动能仍然稳健：受全球经济回落、贸易战、强欧元影响，1 季度欧元区出口同比 3.71%（前值 6.18%）、进口同比 2.99%（前值 3.84%）较前值均大幅下降。相比之下，居民消费支出同比 1.70%（前值 1.30%）、政府消

<sup>1</sup> 撰写人：张瑜，中国人民大学国际货币研究所研究员

费支出同比 1.40%（前值 1.30%）、固定资本同比 3.70%（前值 2.40%）大幅上涨。

分国家看，贸易战、极端天气以及法德罢工拖累德法经济，部分短期经济负面因素将逐渐消除：欧洲经济增长的火车头德国和法国一季度经济也都出现了放缓。首先，贸易疲软和大规模罢工是德国增长主要原因。德国第一季度经济的积极贡献主要来自国内需求（投资大幅增加，其中建筑、设备方面的投资大幅增，家庭支出略有上升），而贸易疲软（动能下滑）是拖累因素。另外，流感和罢工（1月德国遭遇 34 年来强势罢工，70 万人参与）也拖累了经济表现。未来贸易动能不确定性仍强，但内需动能较为稳健。另一方面，法国经济放缓则受天气和罢工影响，一季度冬季风暴席卷法国，影响法国工业生产。在 2 月和 3 月的大雪之后，铁路工人举行罢工抗议总统马克龙(Emmanuel Macron)对该行业进行改革的计划，经济中断一度中断。法国 5 月制造业 PMI 初值达到 55.1，创了三个月新高。包括产量，新增订单和就业在内的一系列关键指标显示正在加速扩张。

政治角度来看，意大利、西班牙政治局势对经济产生负面影响，意大利组阁成功或缓解部分担忧：1 季度整个欧洲和主要国家的经济政策不确定性增强，意大利组阁一波三折、西班牙总理被弹劾下台等因素，使得消费者信心指数、投资信心指数下跌。下半年欧洲政治风险来自于意大利财政预算、欧美贸易摩擦和英国脱欧进程。

从生产端看，欧元区制造业 PMI 指数持续走低，6 月制造业 PMI 下跌至 54.9，而服务业 PMI 上涨 1.4 个点至 55.2。

通胀回升：6 月 HICP 为 2%，较上月上升 0.1%。核心 HICP 为 0.9%，较上月下降了 0.2%。失业率维持低位：5 月失业率仍然维持在历史低位 8.4%，与上月修正值一致。

### （3）日本经济增速回落，失业率仍处于历史地位

日本经济增速大幅回落：2018 年第一季度日本 GDP 增速环比折年率由 2017 年第四季度的修正值 1% 降至 -0.6%；从生产端来看，6 月日本制造业和服务业的 PMI 都有所回升，制造业 PMI 上升至 53，服务业 PMI 上升 0.4% 至 51.4。

通胀回升：6 月 CPI 维持在 0.7%，核心 CPI 小幅上升，从 0.7% 涨至 0.8%。失业率处于历史低位：5 月失业率为 2.3%，仍处于历史低位。



## 2. 汇率走势分析：人民币汇率破 7 概率极低

### (1) 如何理解本轮人民币贬值？

从 2018 年年初开始，CFETS 出现了明显走高，主要原因是美元走弱+资本流入状况改善（债券通、MSCI 等促使金融账户大幅净流入、境内融资环境趋紧促使企业海外发债回境内用）+企业挤压结汇的释放造成的人民币超涨，衡量是否超涨的指标就是 CFETS 指数走高至 98。但在岸人民币汇率从 6 月中旬至今半个月内累计跌幅达 3%，叠加贸易战背景，市场担忧再次燃起。

本轮人民币贬值的原因大致有 4 点：首先，美元小反弹下前期结汇释放告一段落，企业层面出现观望；其次，每年年中都有季节性的交易压力，体现在很多企业半年盈利需要换成美金汇出给境外股东，一般持续到 7 月中旬左右；再次，国内股市近期出现较大的波动，直接触发一些金融账户资本流入放缓；最后，以上三点因素都是有基本面真实结售汇背景的，并非纯粹的做空人民币，考虑到前期因为这些因素造成 CFETS 超涨，本身 CFETS 回调也是合理的。因此央行并没有过多干预汇率贬值，其实是个默许的态度。当然在这其中，多少也掺杂了一些交易层面对于贸易战下顺差缩减的担忧。

### (2) 贬值会不会失控关键在于基本面

目前的贬值局面是否会演变失控呢？是否能够形成新一轮的贬值压力的关键还在于基本面。

企业和居民端来看：结售汇数据整体向好，体现进出口企业持汇预期的收汇结汇率和付汇售汇率数据向好。收汇结汇率在二季度还出现了跳涨，同时付汇售汇率走低，表明企业赚了美金是更倾向于换成人民币的，而要付给国外的美金是倾向拖延的，通过持币倾向已经明确表达了的对人民币乐观的情绪，这也是二季度人民币超涨的基本面，后续看，前期挤压结汇仍有释放存量，只是处在观望期略有放缓，顺差缩减但贸易顺差的方向仍能保持，结售汇数据仍然将是一个稳定的基本面。

投机资本来看：从量上看，2014-2016 两年热钱流出的确明显，主要源于“美元进入加息周期升值+811 汇改后恐慌+2015 年主要权益市场出现异常波动”三大因素。热钱流出对人民币形成明显的贬值压力，但是从 2017 年开始此数据一

直在一个稳定的修复方向中。在债券通+纳入 MSCI 等金融市场持续开放的背景下，2017 年四季度到 2018 年 1 一季度，连续两个季度境外资金净流入国内资本市场都高达 700-1000 亿/季，最近 QFII 的 20% 汇出限制取消、RQFII 重新提上日程等开放措施还在继续推进，对国际资本配置中国都是利好，待股市情绪缓和后，仍有较强的配置吸引力（因为中国资产相对全球相关系数较低，从配置上讲是利好资产组合的）；

从价上看，根据平价抛补原理，套息差是短期投机资本流动的主要衡量指标。中美套息差在三月至今处于一个修复的趋势中，也就是借美元投人民币资产的正息差存在且在走高。（这里用国债衡量人民币收益，如果换成存单绝对收益将会更高。）

从套保成本看：汇率掉期套保成本目前只有 1% 左右，明显低于贬值预期较高时的 1.5-2%，也就意味着从基本面过度到稍微复杂一些的衍生品市场，也没有过度看贬人民币的情况。

从波动率看：811 汇改后波动弹性明显增加，人民币已经和 G7 货币波动率虽然还有一定差距，但整体已经非常接近一个发达成熟货币的波动水平。波动性强意味着更为弹性，单边升贬值预期都更容易释放而不会刚性积累。

（3）汇率的展望：年内 6.8 是明显的阻力位，破 7 概率极低

从超涨部分的消化空间看：市场消化前期超涨部分可以用 CFETS 指数来衡量，那也就意味着 CFETS 指数到 95 左右对应的是人民币贬到 6.7 左右，考虑到美元波动与情绪层面略有放大，人民币汇率这一轮贬值的压力位应该在 6.8 左右。

从挤压结汇释放点位看：2017 年年中强势升值前的位置，当时企业锁汇一年的价格基本在 6.8 左右，2017 年中的强势升值使得很多企业出现了汇兑损失已经得到了比较深刻的教训，因此如果再次贬值到这个位置可能触发这一期的挤压结汇的快速释放从而形成压力位。本质上还是对于人民币的弹性有所接受，贬值预期得到了大幅修复。

从美元债发行回流看：下半年信用债到期仍有波段冲击，整体信用环境仍然偏紧，企业海外发债的需求仍在，上半年中资企业海外债净融资额 600 亿美元左右，预计下半年仍有相当体量。

从中美贸易战角度看：对于中国顺差缩减的担忧的确存在，但是由于目前仍



在博弈谈判期，目前看对于今年的顺差影响尚有限，如果中美博弈格局延续，形势进一步胶着，本因素对于长期汇率的慢影响是客观存在的，需要紧密跟踪。

从汇率运行机制看：在加大金融市场开放的环境下，汇率机制出现大幅调整的可能性很低，毕竟目前的机制刚刚稳定运行满两年，人民币贬值预期修复也刚一年，国际贸易环境恶化的背景下，人民币国际化也需要一个稳定的汇率运行机制，因此所谓的再度一次性贬值出现的概率极低。

## （二）国内宏观<sup>1</sup>

今年上半年，我国 GDP 累计增长 6.8%，已经连续 14 个季度维持在 6.7%-7% 之间窄幅波动。应该说，面对外有贸易摩擦，内有防风险去杠杆的双重约束，上半年我国经济如此表现尤为可贵。往后看，透过 7 月 23 日召开的国务院常务会议，下半年保持经济稳定增长的必要性变大，对应着积极财政政策会更加积极、稳健的货币政策会松紧适度：预计全年 GDP 增速 6.6% 左右，基建有望止跌企稳，制造业投资也将延续温和反弹，消费的贡献力度将继续凸显。继续提示关注中美贸易摩擦的演化态势。

### 1. 经济：生产回落、投资续降、消费微升，下半年韧性仍强

#### （1）实际 GDP 如期回落、名义 GDP 未能反弹

18 年上半年实际 GDP 增速 6.8%，与一季度 GDP 增速持平；当季同比看，18Q1 和 Q2 分别是 6.8%、6.7%；18 年上半年名义 GDP 增速为 10.0%，比一季度下滑 0.2 个百分点，比去年同期回落 1.4 个百分点；二季度 GDP 平减指数为 3.0%，一季度为 3.2%。对比看，实际 GDP 如期回落，但是名义 GDP 未能反弹，主因是广义通胀与 GDP 平减指数首次发生背离。今年二季度，广义通胀如期由 1 季度反弹了 0.1 个百分点，但 GDP 平减指数却较 1 季度下滑了 0.2 个百分点至 2.98%。背后看，主要是二季度 PPI 反弹对应的是工业品（二产），但以农产品（一产）和服务业（三产）并未走高。

<sup>1</sup> 撰写人：熊园，中国人民大学国际货币研究所研究员



图 1：二季度广义通胀和名义 gdp 增速、GDP 平减指数发生背离

资料来源：Wind 资讯

### (2) 工业生产有所降温，高基数应为主因

1-6 月，规模以上工业增加值累计同比微降至 6.7%（1-5 月 6.9%，去年同期 6.9%），但 6 月单月规上工业增加值较 5 月回落 0.8 个百分点至 6.0%，不及预期值 6.5%，应与去年工业增加值的“季末冲高”效应有关：2017 年 6 月的工业增加值增速较前 5 月反弹 1.1 个百分点至 7.6%，9 月较 8 月反弹 0.6 个百分点至 6.6%。分行业看，专用设备、计算机及通信设备、通用设备等高端制造业增速较高，纺织、运输设备制造、金属制品、化学原料等传统行业增长疲软。分产量看，钢材、十种有色金属产量均保持同比正增长，但增幅已有所收窄。

### (3) 房地产投资回落仍高，基建继续惯性下滑，制造业投资延续反弹是亮点

1-6 月，固定资产投资同比增长 6%，比 1-5 月份增速回落 0.1 个百分点，比去年同期下降 2.6 个百分点。其中，房地产投资、基建投资和制造业投资均延续了前期趋势，即房地产投资缓慢回落（较前值回落 0.5 个百分点至 9.7%），基建投资显著减速（较前值再度回落 2.1 个百分点至 7.3%，单月-3.5%），制造业投资持续回升（较前值回升 1.6 个百分点至 6.8%，连续第 3 个月回升）。

分项看，房地产投资高增，土地购置仍是主支撑；基建投资主要是惯性下滑，随着地方债提速（7.23 国常会明确要求），下半年基建投资有望止跌企稳；制造业投资的连续反弹，继续提示跟踪制造业反弹的四条线索：工业企业盈利改善的可持续性、PPI-PPIRM 裂口收窄、新旧经济制造业投资增速分化及制造业 FDI 增速



反弹。往后看，四条跟踪线索仍有效，制造业投资将继续成为今年经济稳中缓降的重要支撑。

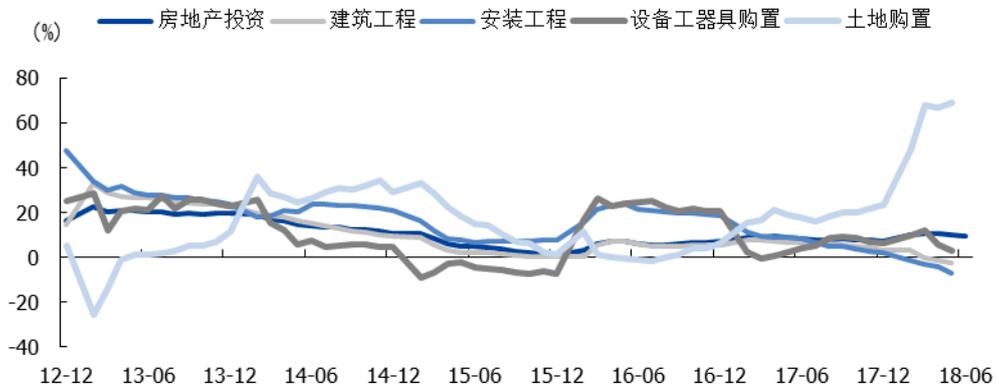


图 2：土地购置费是支撑房地产投资增速的主要力量

资料来源：Wind

(4) 消费回升但未超季节性，汽车消费仍弱，关注地产链回暖

1-6 月，社会消费品零售总额同比增长 9.4%，较 1-5 月小幅回落 0.1 个百分点。单月来看，6 月社零总额名义增速 9.0%，高于前值（8.5%）和预期（8.8%）。具体看，6 月汽车零售额当月同比增速继续大幅下滑，由上月的-1.0%回落至-7.0%（乘联会数据显示，7 月前三周汽车销量下滑近 20%），创下 2002 年以来新低。值得注意的是，6 月地产链相关消费都有不同程度的反弹，家电、家具、建筑装潢类消费增速分别较前值提升 6.7、6.4 和 0.7 个百分点，这与 4 月以来商品房销售面积小幅回升相互印证。

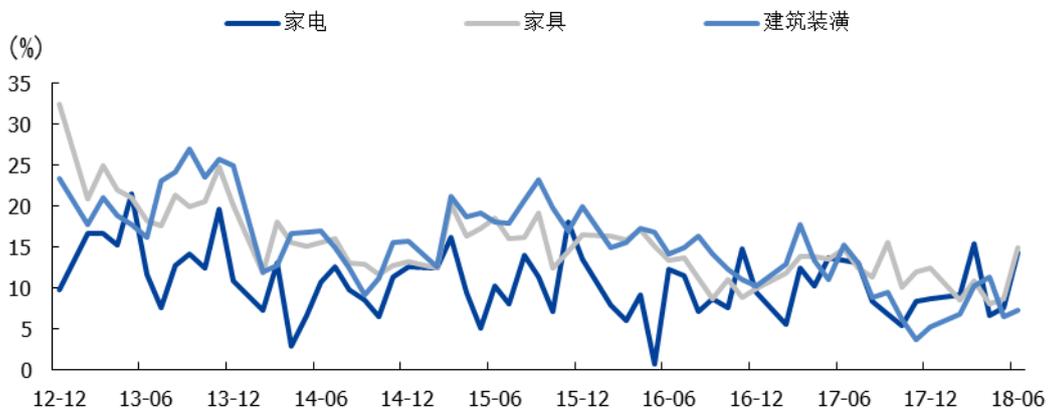


图 3：6 月地产链相关消费回升

资料来源：Wind

(5) 贸易“抢跑”仍在，下半年大概率转弱

以美元计，中国 6 月出口同比增长 11.3%（预期值 9.5%，前值 12.6%）；进口同比增长 14.1%（预期 21.3%，前值 26%）；贸易顺差 416.1 亿美元，（预期 277.2 亿美元，前值 249.2 亿美元）。在确认了 4、5 月份发生了“抢跑”之后，仍然倾向于认为 6 月的出口是再次发生了“抢跑”，主要基于三大背离：与韩国、台湾出口增速相背离；与我国 PMI 进出口分项指数相背离；与主要发达经济体 PMI 走势相背离，与全球综合 PMI 走势背离。预计下半年贸易将转弱。

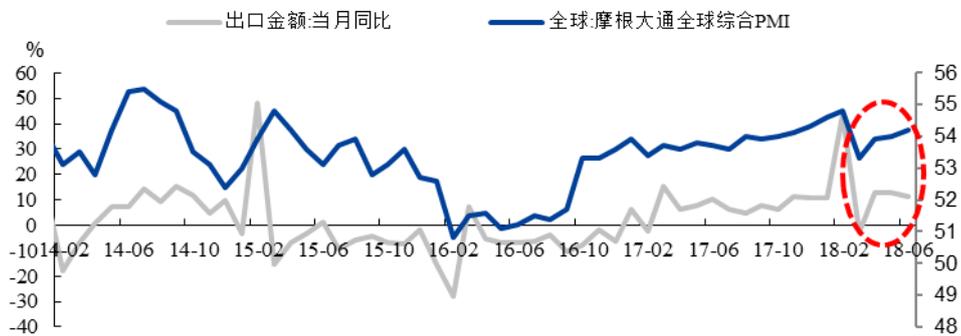


图 4：中国出口增速与全球经济景气度持续 3 个月发生背离

资料来源：Wind

2. 通胀：CPI 温和 PPI 反弹，下半年通胀无忧

(1) CPI 温和上涨，源于猪价止跌反弹和高油价

6 月 CPI 温和上涨，非食品是主要推动力，但总体仍弱，连续 3 个月涨幅低于 2%。6 月 CPI 同比上涨 1.9%，涨幅略有扩大（前值 1.8%），保持温和上涨态势。分结构看，食品价格同比上涨 0.3%（前值 0.1%），其中，鸡蛋（6 月同比 17.1%）和鲜菜（9.3%）价格上涨成为主推手；非食品价格同比上涨 2.2%，持平前值，拉动 CPI 上涨约 1.8 个百分点。往后看，鉴于季节性和猪价延续弱升，预计 7、8 月 CPI 有望微升至 2%，但整个下半年仍无通胀以来，预计 CPI 全年中枢 2-2.2%。

(2) PPI 增幅扩大，源于高油价和低基数

6 月 PPI 同比上涨 4.7%，超出预期的 4.5% 和前值 4.1%（翘尾影响约为 4.1 个百分点，新涨价影响约为 0.6 个百分点）。分项看，生产资料分项涨幅扩大 0.7 个百分点至 6.1%；生活资料分项涨幅扩大 0.1 个百分点至 0.4%。往后看，综合



PPI 持续反弹、螺纹钢水泥钢材等周期品可能“淡季不淡”以及环保再度加码等因素，预计 7、8 月 PPI 仍有望在 4% 以上，9 月由于高基数开始走弱，全年 PPI 中枢在 3.5% 左右。

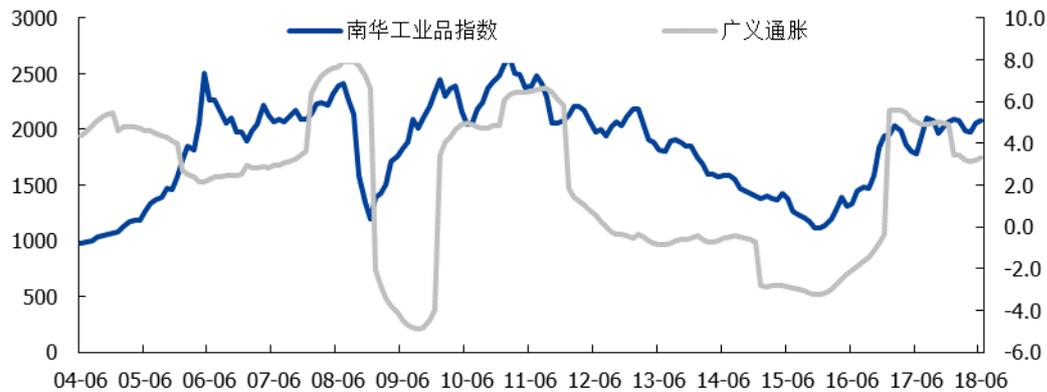


图 5：2 季度南华工业品指数持续上行

数据来源：wind

### 3. 金融：“宽货币”延续，下半年“紧信用”有望改善

#### (1) 新增信贷 6 月大增，源于银行“冲贷”、票据融资放量

6 月新增信贷 1.84 万亿，高于预期值（1.53 万亿）和前值（1.15 万亿），创下近 5 年同期最高值，但整个二季度新增贷款 4.17 万亿，低于一季度（4.86 万亿）但高于去年同期（3.75 万亿）。6 月新增社融 1.18 万亿，创下近 5 年同期新低，主因还是表外融资大幅缩水。具体来看，新增人民币贷款、企业债券融资同比均有所增加，而以“委托+信托+未贴现银行承兑汇票”合计的 6 月表外融资-6915 亿（前值-4215 亿、同期 2219 亿；连续第 4 个月负增长、连续第 6 个月下滑）。基于 7.23 国常会对货币政策更趋宽松的定调，预计下半年信贷尤其是社融将有所改善。

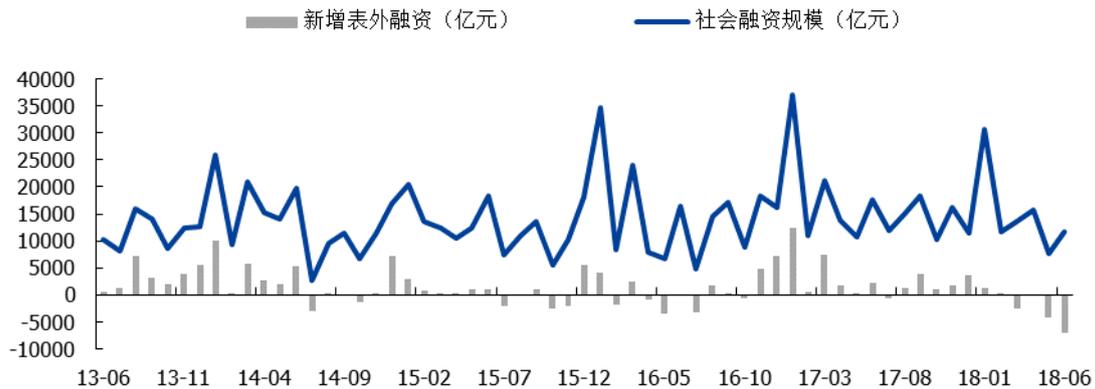


图 6：行新增社融创近 5 年新低，表外融资继续大幅下降

资料来源：Wind

### (2) M2 同比创新低，M1-M2 剪刀差连续 5 个月为负

6 月 M2 同比增长 8%，低于前值（8.3%）及预期（8.4%），主要是 6 月企业存款、非银机构存款有所回落：6 月企业新增存款 9475 亿（去年同期为 1.07 万亿），非银机构新增存款 1438 亿（去年同期 2649 亿）。由此可见，4 月和 6 月的两次降准并没有加大货币供应。6 月 M1 同比增速上升 0.6 个百分点至 6.6%，结束了连续 2 个月的下滑趋势。不过，M1-M2 剪刀差为 -1.4%，自今年 2 月以来已连续 5 个月为负，反映的还是紧信用背景下企业融资大幅萎缩。

### (三) 商业银行<sup>1</sup>

#### 1. “资管新规”相关文件出台

2018 年 7 月 20 日，监管部门颁布了“资管新规”的部分相关管理办法。包括：

1. 人民银行《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（以下简称《通知》）

2. 银保监会《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称《理财办法》）

3. 证监会《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》及其“运作管理规定”

其中，前两部文件对银行理财业务影响较大，《通知》是对前期“资管新规”

<sup>1</sup> 撰写人：王剑，中国人民大学国际货币研究所研究员



部分内容的进一步明确，《理财办法》则是银行理财业务的系统管理办法。第三部文件跟银行业也有一些关系。

《通知》包括 6 点内容，分别为：（1）公募资管产品可以投非标，但要符合非标的有关规定（比如不得期限错配、限额管理、信息披露等）。这一点规定完全符合我们前期预期，因为《指导意见》第十条规定公募资管产品“主要投资”标准化资产（债券和上市交易的股票），那么我们认为从语法上讲，“主要投资”四个字的意思就是可以少量投资非标。（2）过渡期内可发行老产品去投新产品。这一点为原来《指导意见》中未明确的。允许适当发行一些不完全符合新规的老产品，投资于新的资产（优先国家重点领域、重大工程续建、中小微企业融资），这样是为了维护融资规模的稳定，有序压降，不至于出现过快收缩。（3）过渡期内，两类产品的资产可使用摊余成本法。此前业内很多人士期待能够允许在更多场合使用摊余成本法。但显然，《通知》中依然并不允许，仅在过渡期做了让步，而且是有前置条件的。（4-5）对于过渡期结束后仍无法消化，需要回表的，考核上给予适当照顾。这个符合我们预期，因为这是“新老划断”的应有之义。（6）过渡期内银行自主决定老产品的压降计划。不硬性设立类似“每年压降 1/3”之类的指标。每家银行制定好计划后，报送监管部门。

《理财办法》基本上就参照“资管新规”来制定，内容基本符合预期。《理财办法》的最大意义，在于赶紧完成修订发布，以便银行们能够按新规要求开展理财业务。在过去的这一个季度中，“资管新规”已实施，但具体的业务管理办法还没最终定稿，很多银行的理财业务处于停滞状态。这直接导致的后果，是理财规模收缩，理财产品的资产投放行为开始受到明显影响，比如非标融资规模下降，信用债发行量也受到影响，最终影响了企业融资。

后续，还有待一些相关的规定出台。包括：（1）标准化资产的定义：“资管新规”中对标准化资产的定义比较含糊，认定标准需要另行制定。（2）资管产品如何投资于银行信贷资产受（收）益权。银行信贷资产受（收）益权是最具代表性的非标种类，也是过去银行资产出表的主要手段。以后，政策方向是鼓励银行想做资产出表的话，用正规的资产证券化。因此，资管产品对银行信贷资产受（收）益权，估计不会太鼓励。（3）大资管的具体统计制度。（4）公募银行

理财产品投资股票的方式。需要等待一些细则，包括产品如何去交易所开户交易等技术问题。（5）银行理财子公司的监管与定位。理财子公司的具体监管方式和业务技术细节，以及银行内部如何定位理财子公司的的问题。因为按照新规，银行理财产品与现行的其他资管产品越来越类似，可以会发生内部竞争。

## 2. 2018年6月货币金融数据分析

### （1）基础货币

2018年6月末，基础货币余额为31.85万亿元，全月增加1.40万亿元。本月大部分渠道均在投放基础货币，包括货币政策工具投放6264亿元，财政支出投放约5352亿元，另有其他渠道投放约2368亿元。6月基础货币增加是季节性规律。

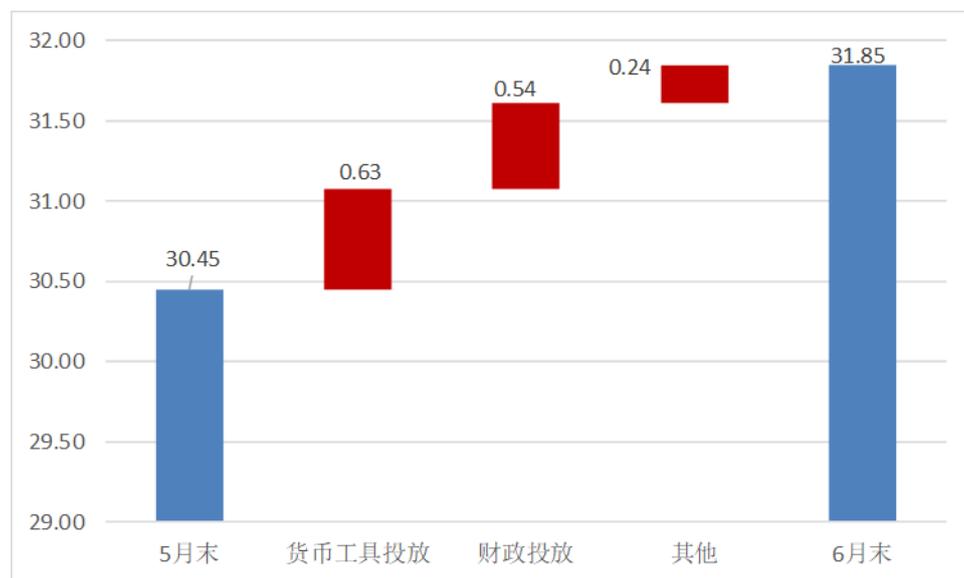


图 7：2018年6月M0增量分解

资料来源：Wind

### （2）广义货币

广义货币方面，2018年6月末，M2余额175.24万亿元（老口径，即不包括货币市场基金），环比增加2.86万亿元。6月M2高增长也是季节性规律。

表 1：6月M2增量的结构

余额增量结构（亿元）		来源结构	
M0	-185	外占	14
单位活期	17,853	债券	1,416
单位定期	-1,638	贷款	16,787



个人	11,107	财政	5,352
非银	1,430	其他（非银、非标等）	4,997
全月	28,567	全月	28,567

资料来源：Wind

从 M2 来源来看，贷款派生了 1.68 万亿元，财政投放贡献了 5352 亿元。同时，其他（投放非银等）派生了 4997 亿元，一改前几个月下滑的局面。我们预计，此前每到季末安排理财产品到期、组织存款的行为，仍然存在。这表现为 6 月投放非银等仍然增加，同时一般存款（个人、企业的存款）有 6 月突然增长。后续，随着资管监管继续向深入推进，后续这种季末调节存款的行为将会有所收敛。

#### （四）资本市场

##### 1. 股市：财政临门一脚，A 股绝处逢生<sup>1</sup>

财政临门一脚，正式确认信用缓和信号。国务院总理李总理 7 月 23 日主持召开国务院常务会议：积极财政政策要更加积极。主要体现在保障在建基建项目融资需求：加快专项债发行使用进度，保障融资平台公司合理融资需求。财政临门一脚，正式确认信用缓和信号。先前货币金融政策已转向宽松，包括央行定向降准、证监会化解股权质押风险改善资金供求关系，一行两会发布节奏缓和的资管新规配套细则；积极财政政策是临门最后一脚，在重要会议前财政与金融形成统一合力。

资管新规配套细则出台边际缓和信用紧缩。资管新规配套实施细则出台，资产和负债端操作节奏灵活调整，但治理期限错配、去化通道和嵌套、和打破刚兑的原则不变。最大的变化在于 1) 非标投资放宽，但核心矛盾“期限错配、借短投长”仍严格限制。2) 老产品去化节奏缓和，但并无增量，“续旧投新”存在期限要求，目的引导资金去向重点项目及中小微企业。3) 扩大理财适用客户群体，估值方式合理化。

货币&信用政策力度变化影响由债至股传导经验。回顾过去三轮“宽货币+紧信用”下信用边际缓和的区间：1) 货币大幅宽松+信用预期扩张—>可转债和 A 股同步见底回升；2) 货币大幅宽松+信用边际缓和—>可转债领先，A 股震荡

<sup>1</sup> 撰写人：孙超，中国人民大学国际货币研究所副研究员

约四个月筑底；3) 货币有限宽松+信用边际缓和—>可转债领先 A 股见底约四个月。货币+信用政策力度的不同影响风险偏好修复由债至股的传导节奏。本次宽货币的力度或介于 12 年和 14 年之间，而信用紧缩边际缓和，预计可转债较 A 股领先。

信用缓和的筑底阶段，增长性溢价逐步上行。历史上“宽货币+紧信用”组合在信用紧缩边际缓和、风险偏好略有修复、市场构筑中期底部的过程中，确定性溢价和成长性溢价兼顾但边际变化不同，成长性溢价边际上行，盈利高增速公司或可获得较优收益。

二季度基金普遍降仓，板块配置主要加仓消费。二季度基金普遍降仓，消费受偏爱，Q2 加仓幅度最大的是医药、食品饮料、计算机、家电，减仓幅度最大的是银行、电气设备。对行业龙头股配置与 Q1 持平。对大盘股配置连续两个季度回落、对中证 500 连续两个季度加仓、对创业板配置基本与 Q1 持平但增持小市值减持大市值。

A 股绝处逢生，宽信用下看好周期反弹。周期方向明确：优先配置财政政策潜在发力方向的基建产业链（建材/钢铁/建筑），从 PB-ROE 角度来看，性价比较高的银行、煤炭、机械等行业也会迎来估值向上修复的机会；宽货币下，成长股会继续有结构性和主题性机会，挖掘  $\alpha$ （计算机/航天航空装备/传媒）；在市场消化仓位过程中逢低配置全球估值横向比较依然合理低估的龙头（旅游/零售）；主题投资关注自主可控（军工）、促开放（粤港澳大湾区）、扩内需（乡村振兴）。仍需注意中美贸易摩擦带来的短期情绪冲击。

## 2. 债市：贸易摩擦升温，货币政策微调<sup>1</sup>

7 月国债期货走势近似“倒 N 型”，截止 7 月 24 日下行 0.61% 至 95.29；活跃券 10 年国开 180205 上行 5.75 个 BP。月初主流卖方均看多市场，短期乐观情绪达到阶段高点，而草根调研显示 6 月信贷数据比较强势，部分获利盘兑现引发上旬期货的回调；中旬美公布 2000 亿的拟加税清单，致使避险情绪升温，同时 6 月的社融、M2 数据疲弱，再度激发市场宽松的预期，现券收益率再度走低；下旬，受新股细则放松的影响，“宽信用”预期升温，利率债有所回调。

海外环境错综复杂，中美贸易摩擦或对国内经济产生负面冲击，而“去杠杆”

<sup>1</sup> 撰写人：芦哲，中国人民大学国际货币研究所研究员



推进过程中，信贷社融增速出现断崖式下跌，指向经济下行压力加大；国务院常务会议凸显了管理层保持经济运行在合理区间的决心，在经济下行压力较大时，财政金融政策协调发力，预调微调呵护实体经济。

上半年基建压力较大，下半年积极财政更加积极，着力点是减税和地方专项债提速。减税有利于提升企业投资生产的积极性，但时滞较长，短期预计将更侧重于专项债的使用，以及在推动在建基础设施项目上早见成效。货币政策有所微调，删除了二季度货币政策例会上关于“保持中性”以及“管好货币供给总闸门”的表述。保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕，货币信贷政策传导机制保持通畅，应对社融非标萎缩以及表外资产入表可能是接下来的重心。

政策重心出现微调，逐步由“宽货币、紧信用”转为“宽货币、宽信用”，在此背景下，利率继续向下突破需要经济走弱的验证，或将维持在低位震荡，同时投资者对于信用债领域的信心回暖，信用利差有望收窄，但政策的微调是去杠杆长期目标下阶段性对现实情况的应对，而并非重回“大水漫灌”的老路，低资质的信用债仍需仔细做好鉴别。

## 二、宏观经济专题：高质量发展不靠“大水漫灌”<sup>1</sup>

基于日前召开的国务院常务会议，下半年保持经济稳定增长的必要性变大，对应着积极财政政策会更加积极、稳健的货币政策会松紧适度。本次政策调整优化的背后，凸显了内外部不确定因素的复杂性和严峻性，是我国基于形势变化做出的预调微调、定向调控，中国经济发展不会选择“大水漫灌”式强刺激之路。

回看上半年，我国 GDP 累计增长 6.8%，连续 14 个季度在 6.7%至 7%之间窄幅波动。总体来看，我国经济延续了平稳发展的态势，韧性仍强。然而，需要清醒认识到的是，我国事实上面临着较大的经济下行压力。

一方面，经济走稳的支撑经不住细抠，体现为：上半年房地产投资居高不下，主要是靠拿地，地方政府依旧不改土地财政依赖症；4月起 PPI 连续第三个月回升，推动二季度工业企业盈利继续向好，但价格回升主要来自供给收缩并非需求恢复。此外，上半年贸易坚挺但有“抢跑”的成分，基建投资和消费则明显走坏。

另一方面，美国挑起的这轮贸易纠纷有愈演愈烈之势，对我国经济的拖累效应将逐步显现。据有关测算，基于中美拟加征关税的规模，将导致我国 GDP 增速放缓 0.1 至 0.5 个百分点。换言之，如果不出台对冲举措，我国 GDP 增速有可能跌至 6%甚至更低。

随着我国步入高质量发展阶段，经济高速增长已经不是硬要求，国家也在逐步淡化 GDP 增速目标，但这并不意味着当前可以容忍经济失速下行。考虑到十九大提出的阶段性目标，叠加我国正处在内部防范化解金融风险 and 外部应对贸易摩擦的关键时期，稳定的经济增速尚属必需。由此不难理解，本次国务院常务会议提出“保持经济运行在合理区间”，就是旨在稳增长。具体到经济对策，主要还是财政政策和货币政策双管齐下。

财政政策方面，会议要求“积极财政政策要更加积极”，主要着力点是减税降费和地方专项债提速。减税方面，预计今年政府工作报告提出的“改革完善增值税，按照三档并两档方向调整税率水平”以及“提高个人所得税起征点”有望取得较大突破。同时，会议提出加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和

<sup>1</sup> 撰写人：熊园，中国人民大学国际货币研究所研究员



使用进度，加之要求“在推动在建基础设施项目上早见成效”，预计下半年基建投资会止跌企稳。

货币政策方面，会议要求“稳健的货币政策要松紧适度”。相比此前召开的央行二季度货币政策例会，删掉了“保持中性”以及“管好货币供给总闸门”的表述，再叠加“鼓励商业银行发行小微企业金融债券”，这有望缓解上半年尤其是 5 月和 6 月“紧信用”。结合 4 月和 6 月央行的两次定向降准，会议所提出的疏通货币信贷政策传导机制，真实用意还是要支持小微企业和民营企业。

需要指出的是，认为本次政策调整意味着政策明显转向、我国即将迎来新一轮“大放水”的观点有失偏颇。应该说，本次调整确实透露出我国财政政策和货币政策有所松动，但仔细梳理十九大以来一系列政策的理念和思路不难发现，未来我国经济会更多依靠新旧动能转换、壮大新经济，扩大内需不会再依靠大搞地产基建。当然，考虑到眼下新经济并未成为我国经济增长的主依靠，受制于贸易纠纷这个巨大的外部冲击，短期内尚且离不开基建投资这个逆周期稳定器。

形势有变化，政策自然会优化。我国市场主体韧性强、国内巨大规模市场的回旋空间广阔，下半年我国宏观政策会保持稳定性，经济将继续企稳，GDP 不会失速下行。同时，我国也有足够的能力来化解内外部压力，尤其是贸易摩擦。

### 三、主要经济数据<sup>7</sup>

表 1：经济数据一览

指标名称	类别	17-Dec	18-Jan	18-Feb	18-Mar	18-Apr	18-May	18-Jun
CPI	同比	1.8	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9
PPI	同比	4.9	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7
制造业 PMI	同比	51.6	51.3	50.3	51.5	51.4	51.9	51.5
工业增加值	同比	6.2	-	7.2	6.8	6.9	6.9	6.7
规模以上工业企业利润总额	累计同比	21.0	-	16.1	11.6	15	16.5	17.2
固定资产投资完成额	累计同比	7.2	-	7.9	7.5	7.0	6.1	6.0
社会消费品零售总额	同比	9.4	-	9.7	9.8	9.7	9.5	9.4
进出口总值	当期值 同比	8	22	24.5	5.3	16.7	18.5	
M2	同比	8.2	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0
社会融资规模	当月值 (亿元)	11398	30603	11736	17993	18141	18214	18327
金融机构新增人民币贷款	当月值 (亿元)	11200	5844	29000	8393	11000	11500	12915

<sup>7</sup>撰写人：李振新，中国人民大学国际货币研究所副研究员



# 大家做好准备，中美贸易战已经开始<sup>1</sup>

Ryan Bourne<sup>2</sup>

上周五，美国总统特朗普对中国商品征收 340 亿美元关税，中国对此以同样的方法作出了回应。

美国政府主要针对中间产品，如汽车零件，电气元件和机械装置。但这可能只是一个开始。

据称，8 月份第二轮 160 亿美元的关税正在筹备中。除此之外，总统甚至威胁称，未来几年中国商品的关税将高达 2000 亿美元。

我们正面临着战后美国贸易壁垒史无前例的提升。达特茅斯大学 (Dartmouth University) 贸易历史学家道格·欧文 (Doug Irwin) 称，现行的政策是美国自大萧条以来“最大的关税力度，会影响美国的贸易”。

如果你关注总统的团队和他的支持者，你仍能发现，他们这么做的理由是存在明显的矛盾的。

一方面，他们强调制定这些关税是为了将别国政府带上谈判桌，降低这些国家对美国商品施加的关税。

另一方面，他们声称关税对经济有利，因为它们将增加国内投资，使供应链和制造业回归。

上周，德国总理默克尔表示，在特朗普威胁要提高美国对进口车的关税后，她愿意降低欧盟对汽车的关税。特朗普支持者认为这是美国力量可以解放全球贸易的一个例证。

这一观点认为特朗普只是利用他的霸权布道，试图开放高度贸易保护的国家。他根本不是一个贸易保护主义者，而是公平竞争环境中进行自由贸易的支持者。

然而，当谈到钢铁和铝的关税时，政府的路线似乎完全不同。事实上，这些关税至少在最初是合理的，但这是从国家安全的角度上来说的，并不是因为它

<sup>1</sup> 翻译：高致宇、审校：熊若洁，本文刊于 2018 年 7 月 10 日 City A.M. 报

<sup>2</sup> Ryan Bourne，时任华盛顿特区卡托研究所经济学科普 R Evan Scharf 主席

们会“开辟他国降低关税的谈判”。

特朗普的顾问彼得·纳瓦罗甚至宣告（估计他自己也很怀疑）关税使肯塔基州一座铝厂新设和伊利诺伊州炼钢设施重启。

他声称这些措施是“为了工人们”，但对于提高关键投入的价格对钢铁行业 650 万工人的影响，似乎毫不在意。

这并不像一个将关税视为临时和必要的魔鬼，用以强迫他人提供更加自由的贸易环境的人的做法。

那么政府的真实看法是什么？嗯，迹象不是很好。

从特朗普对经济上毫无意义的双边贸易逆差的痴迷，到他对制造业生产者而非消费者的持续关注，都表明“出口好，进口不好”代表了政府的世界观。

事实上，所选产品绝大部分是制造业的中间产品，这意味着整个供应链的回归是优先事项。这可能会对全球贸易战如何结束产生令人担忧的影响。

如果你是一个自由贸易主义者，如果提高关税无法带来你想要的谈判，那么你就该重新评估自己的做法并做出改变。

但相反，如果你认为关税是将某些经济活动转移到美国的手段，那么针锋相对的报复行动不会阻止你这么去做，而实际上可能会鼓励你继续这么做。谁知道我们最终会走到哪一步？

矛盾的是，目前美国经济的强势使自由贸易前景恶化。

上周五的就业报告显示，失业率较低，就业人数大幅增加，甚至积极参与劳动力市场的人都变得更多了。到目前为止，关税对制造业就业的任何不利影响都没有显示在总体数据中。事实上，6 月份新增制造业就业岗位为 36,000 个，而 5 月份增加了 18,000 个。

在这样的环境中，很难看出对特定产品的进口征税产生的负面影响，这可能会使征税政策继续。然后，当更大经济受到影响时，根深蒂固的利益集团将努力游说，维持关税，特别是在已经做出了考虑到关税存在的长期投资时。

对共和党内自由贸易主义者来说，一个显而易见的问题就是，在当前政策是为了贸易开放谈判的这一说法不再可信之前，这场贸易战将激化到何种程度。

目前，政府正试图在声称关税对经济有利的同时，表达其实际目标是零关税。当矛盾变得明显时，国会共和党人将站在哪一方？



# **Buckle Up, People. The Trade War Between the US and China Has Begun**

**Ryan Bourne<sup>1</sup>**

Last Friday, President Donald Trump imposed \$34bn worth of tariffs on Chinese goods, with China responding in kind.

The US government mainly targeted intermediate products, such as vehicle parts, electrical components, and machinery. But this could be just the start.

A second round of \$16bn tariffs is supposedly in the pipeline for August. Beyond that, the President has even threatened tariffs on Chinese goods of up to \$200bn in the coming years.

We are facing an unprecedented escalation in US trade barriers for the post-war era. Dartmouth University trade historian Doug Irwin has called current policy “the biggest application of tariffs by the US and affecting US trade” since the Great Depression-era.

But listen to the President’s team and supporters, and you will still notice a glaring contradiction in their justifications.

On the one hand, they argue that tariffs are designed to bring other governments to the negotiating table to reduce their own tariffs on US goods.

On the other, they claim that the tariffs are actually good for the economy, because they will increase domestic investment and lead to reshoring of supply chains and manufacturing activities.

Last week, German Chancellor Angela Merkel suggested that she would be open to reducing EU tariffs on cars, following Trump’s threats to raise America’s. This was celebrated by Trump supporters as an example US strength (read, threats) being used

---

<sup>1</sup>Ryan Bourne occupies the R Evan Scharf Chair in the Public Understanding of Economics at the Cato Institute in Washington DC

to liberate trade worldwide.

In this view, the President is merely seeking to use his bully pulpit to open up highly protected foreign sectors. He's not a protectionist at all, but wants free trade on a level playing field.

Yet when it comes to the tariffs on steel and aluminium, the administration's line appears completely different. Indeed, these tariffs were justified, at least initially, on national security grounds, and not because they would "open up a negotiation" about tariff reduction elsewhere.

Trump adviser Peter Navarro has even celebrated (rather dubiously) that the tariffs have led to a new aluminium mill in Kentucky and the restart of steel-making facilities in Illinois.

He claims that these measures are "pro-worker", and appears completely indifferent to the impact that raising the price of a key input will have for the 6.5m workers in industries which consume steel.

This is not the line of someone who sees tariffs as a temporary and necessary evil to compel a more liberal trading environment from others.

So what is the real view of the administration? Well, the signs are not great.

Everything from Trump's obsession with economically meaningless bilateral trade deficits, through to his constant focus on manufacturing producers rather than consumers, suggests that "exports good, imports bad" represents the administration's worldview.

Indeed, the fact that the products selected have overwhelmingly been intermediate goods for manufacturing would imply that the repatriation of whole supply chains is the priority.

This is likely to have worrying implications for how the global trade war plays out.

If you were a free-trader at heart, any failure of tariffs to bring others to negotiate with you might lead you to reassess and change course.

But if instead you see tariffs as a means of reshoring certain activities to the US, then tit-for-tat retaliation will not stop you, but might actually encourage you to go



further. Who knows where we might end up?

Paradoxically, the current strength of the US economy worsens prospects for free trade.

Last Friday's jobs report showed strong job gains at a low level of unemployment, and even more people becoming active in the labour market. Any adverse effects of tariffs on manufacturing jobs have so far not shown up in the aggregate data - in fact, there were 36,000 new manufacturing jobs in June, compared to the 18,000 added in May.

In such an environment, it will be difficult to discern the negative impact that imposing taxes on the import of particular products will have, which will likely prolong their use. Then, when the broader economy is suffering, entrenched interest groups will lobby hard for the maintenance of the tariffs, especially if long-term investments have been made predicated on their existence.

The obvious question for free-traders in the Republican party is just how far this trade war has to escalate before the claim that it is about opening up negotiations ceases to be credible.

At the moment, the administration is trying to claim simultaneously that tariffs will be good for the economy, but also that its real aim is no tariffs at all.

On which side will congressional Republicans stand when that contradiction becomes obvious?

## 女性面临养老金贫困

### 性别收入差距，文化因素以及长寿导致了女性拥有较少的养老金<sup>1</sup>

Suzanne Bishopric<sup>2</sup>

尽管大家高度关注发达国家所存在的养老金不足的问题，但是许多人忽视了这个问题对女性来说有多严重。

20 世纪 70 年代，大量的妇女进入职场，她们的收入只有男性的 60%，所以女性的退休存款比男性少也丝毫不令人意外。当时，官方预计在很短的时间内，女性跟男性就能取得收入平等，但是目前女性的收入仍然比男性低，养老金系统也没有为女性不同的职业道路做出调整。2017 世界经济论坛报告预计，至少还需要 217 年，女性才能挣到和男性一样多的钱。

由于养老的费用是用日积月累的收入存款堆积起来的，很明显，那些挣得少的人也只能积累起比较少的养老金。不幸的是，许多其他因素更是使得女性面临更大的不平等。

就业年限差距导致的收入差距也是女性退休存款减少的一大原因。在美国，妇女没有工作的平均年限为 5.5 年，主要是为了要照顾孩子。此外，还有一个不太起眼的原因，那就是因为女性通常会嫁给比自己年长的男性，因此也会导致差距。当丈夫退休后，妻子往往也会在法定的退休年龄之前离开职场。

如果你把照顾年老亲戚的因素也考虑进去的话，情况就更加糟糕。因为女性不会因为照顾家庭成员而获得报酬。然而，当女性达到需要被照顾的年龄时，她们往往成了寡妇，所以她们曾经免费为家庭成员提供的服务，现在要付费请人来提供。加重这一问题的还有一个原因，即女性在年老时更容易受慢性致残疾病的影响，这一点与男性不成比例。

---

<sup>1</sup> 翻译：王春卿、审校：熊若洁，本文首次刊登于 The Bulletin 的六月版

<sup>2</sup> Suzanne Bishopric，全球主权顾问的任事股东，前联合国财务主管，以及合办工作人员养恤基金主任



长寿导致了超过个人储蓄所能供养寿命的风险。目前，女性通常会比男性长寿 5-7 年，但是能够支撑自己的养老储蓄预计却比男性少了 30%-40%。

目前急需采取补救措施。一些解决方法需要文化方面的变革，例如鼓励女性嫁给比她们年轻的男性，因此妻子们就可以不必为了陪伴退休的丈夫而离开职场。

首先，为了纠正过去的薪水不平等问题，基于收入的所有社保机制或养老金都必须要提高，以弥补女性较少的收入，直到女性可以挣得与男性相当的工资。因此，基于女性工资为男性工资 60% 而计算出的养老金应当被除以 0.6，或者女性的养老金应当增加一部分使之与男性的养老金持衡。如果不做出这样的调整，那么养老金机制将继续延续过去的性别工资差距。

第二，其他支撑机制，例如应该向有小孩子的家庭提供带薪产假或支付得起的儿童保育，避免母亲要在毁掉自己职业生涯和忽视孩子中做出选择。还要使母亲能够一直留在公司的工资名单上，即便是兼职也可以，这样不仅仅可以增加女性的收入，更能确保女性的工作技能和工作关系。

第三，针对未支付的儿童保育或养老服务提供的津贴应该被纳入退休机制中，例如为照顾小孩和老人的女性提供养老金计划最低缴款。

“女人的工作永远做不完”这句俗语只说了一半，还有半句是，女人做的工作永远拿不到回报。现在，女性也加入了劳动人口当中，是时候重新平衡工作量了。

一旦女性获得了收入平等，男性也共同承担家庭的欢喜和磨难，要实现养老金的平等就会更容易一些。

## **Women face pension poverty**

### **Gender pay gap, cultural factors and longevity lead to lower savings**

**Suzanne Bishopric<sup>1</sup>**

While there has been intense focus on general pension underfunding throughout the developed world, many have overlooked how much worse the problem is for women.

When greater numbers of women entered the workforce in the 1970s, they typically earned only 60% of a man's income, so it should not come as a surprise that their retirement savings are lower. At the time, authorities assumed women would achieve income equality in short order, but their income has remained lower than men's, and pension systems have made no adjustment for women's different career paths. The World Economic Forum's 2017 report projected that it would take 217 years before women would be making as much money as men.

Because retirement funds are built up from gradual savings from income, it is obvious that those who earn less money will accumulate smaller pension pots. Unfortunately, a number of other factors have stacked the equation against women.

Unpaid gaps in employment are one of the biggest reasons for the reduced retirement savings of women. The average woman in the US absent is from the paid workforce for about 5.5 years to tend to children. Another, less noticeable, gap occurs because women tend to marry older men. When the husband retires, the wife tends to leave the workforce before her statutory retirement age.

It gets worse when one considers who looks after for elderly relatives, because women are not paid for the care they provide to family members. However, when

---

<sup>1</sup> Suzanne Bishopric is Managing Partner at Global Sovereign Advisors and was formerly Treasurer at the United Nations and Director of its Joint Staff Pension Fund. This article first appeared in the June edition of The Bulletin

women reach the age when they need care themselves, they have often been widowed, and so must pay for the services they once provided for free to others. Compounding this problem is the fact that women are disproportionately afflicted by the chronic disabling diseases of old age.

Longevity creates the risk of outliving one's savings. At present, a woman will live about five to seven years longer than her husband, yet will have to support herself with pension savings estimated to be 30%-40% lower than his.

Urgent remedies are needed. Some solutions would require a cultural revolution, such as encouraging women to marry men who are younger, so wives won't be tempted to drop out of the workforce to accompany their husbands into retirement.

First, to correct salary injustices of the past, any social security scheme or pension fund that was based on income should be grossed up to adjust for women's lower pay, until women are shown to earn the same amount as men. Thus, any pension payment based on a woman's work when women were earning 60% of a man's salary should be divided by 0.6, or increased by the fraction that makes it equal with that of her male peers. Without this kind of adjustment, pension systems would effectively perpetuate gender wage gaps of the past.

Second, support mechanisms such as paid maternity leave or affordable childcare should be provided to families with young children, to avoid forcing mothers to choose between jeopardising their careers and neglecting their children. Enabling mothers to stay on the payroll, even if only part time, not merely generates income but also keeps women's skills and professional connections current.

Third, some allowance for unpaid childcare or eldercare services should be incorporated into retirement schemes, such as minimum contributions to pension plans for persons caring for infants and elders.

The old saying 'a woman's work is never done' left unspoken that a woman's work was never paid. Now that women have joined the workforce, it is time to rebalance the workload.

Once women attain paycheck parity and men share equally in the joys and tribulations of the home front, it will be far easier to balance the pension equation.

## 《人民币国际化报告 2018》

《人民币国际化报告2018》主题为“结构变迁中的宏观政策国际协调”。在历史经验借鉴和理论研究的基础上，集中探讨了人民币国际化进入发展新阶段后加强宏观政策国际协调的必要性与紧迫性，围绕协调内容、突破口、主要矛盾、实现机制等方面展开了深入分析。报告认为：全面高效的国际协调是人民币国际化的必然要求；要将贸易、货币政策作为短期协调的重点内容，将结构改革、宏观审慎政策纳入协调范畴，从而完善国际政策协调框架；要重视多层次国际组织在协调中所体现的平台功能，积极寻求在新兴国际协调平台上发挥引领作用。



报告强调：要在“一带一路”上开展内容丰富的区域合作机制创新，为国际协调理论和实践提供新样本、新模式；要妥善处理中美贸易摩擦和政策分歧，这是实现无危机可持续发展和人民币国际化的关键，也是当前我国进行国际政策协调需要解决的主要矛盾。

# 厦门 国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

厦门市南山区高新科技园软件园二期  
2468号怡化金融科技大厦2015

